

Una aproximación al voto divergente en el convenio concursal

Cristina Asencio Pascual

Doctora en Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid
Administradora Concursal

SUMARIO: I. PLANTEAMIENTO.—II. LA ADMISIÓN LEGAL DEL VOTO DIVERGENTE EN NUESTRO DERECHO DE SOCIEDADES DE CAPITAL: 1. *Introducción*. 2. *La transposición de la Directiva 2007/36/CE al Derecho español mediante Ley 25/2011*. 3. *La enmienda del «error» mediante Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la LSC para la mejora de gobierno corporativo*.—III. LA FALTA DE REGULACIÓN EXPRESA DEL VOTO DIVERGENTE EN LA LEY CONCURSAL: SUPUESTOS QUE JUSTIFICARÍAN PLENAMENTE SU ADMISIBILIDAD.—IV. CONCLUSIÓN.

I. Planteamiento

El fraccionamiento del derecho de voto de un mismo accionista como presupuesto de su voto divergente, se ha incorporado a nuestro Derecho de sociedades de capital, concretamente en sociedades cotizadas, mediante la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

En este trabajo se analiza la evolución del denominado voto divergente en las sociedades de capital y se apuntan algunas cuestiones en torno a la posibilidad, ya admitida por algún autor, de extrapolar las conclusiones alcanzadas en el Derecho de sociedades de capital a nuestro Derecho concursal, de forma que pueda reconocerse e incluso incorporarse de forma expresa la posibilidad del voto divergente en la Ley Concursal, lo que supondría admitir que un mismo acreedor titular de varios créditos pudiera abstenerse o votar en sentido diferente con cada uno de ellos.

Estas páginas representan tan solo una aproximación a un tema complejo que sin duda ha merecido la atención de la doctrina y de la práctica durante los últimos años y que de alguna manera pone de manifiesto cómo el Derecho concursal ha ignorado, en gran medida la evolución del Derecho de sociedades¹.

¹ Sobre los conflictos entre el Régimen societario y el Régimen concursal, *vid.*, entre otros, GARRIDO, J. M.^a, «Los derechos de los accionistas en el concurso», en AA.VV. *Estudios Jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán, Liber Amicorum*, tomo II, ROJO y CAMPUZANO (coords.), Valencia, Tirant lo Blanch, 2015, pp. 2364 y ss.

II. La admisión legal del voto divergente en nuestro Derecho de sociedades de capital

1. Introducción

La posición del socio en las sociedades de capital se determina, como es sabido, en virtud de la titularidad de un cierto número de las acciones y participaciones en las que se divide el capital social. Cada acción o participación en sí misma considerada concede una serie de derechos a su titular. El ejercicio del derecho de voto, en cuanto expresión única de la voluntad del accionista, se proyecta siempre en relación con un acuerdo de la Junta y puede ejercitarse en nombre propio o a través de representantes. Se trata de un derecho esencial para la defensa de los intereses del propio titular y para el funcionamiento de la propia sociedad a través de la participación de aquél en la adopción de acuerdos sociales.

Históricamente, se admitía con carácter general que el voto de un accionista debía ser único y ejercitarse de forma unitaria, expresando su voluntad en un mismo y único sentido con respecto a cada votación dentro de la Junta. Sobre este extremo se argumentaba que el derecho de voto del accionista es un derecho personal, en cuanto que quien vota, no es la acción, sino el socio, de modo que éste estaría yendo simultáneamente contra sus propios actos.

Si bien alguna voz muy autorizada² admitía la posibilidad del reconocimiento de un voto divergente tanto respecto de personas físicas como jurídicas, presumiendo en todas ellas un interés legítimo en ese comportamiento y con absoluta independencia de que se ejercitase en nombre propio o a través de representante, lo cierto es que el voto divergente quedó como una hipótesis societaria alejada de nuestras empresas³.

2. La transposición de la Directiva 2007/36/CE al Derecho español mediante Ley 25/2011

En el año 2007 se reconoce en el Derecho europeo de sociedades como mecanismo para revitalizar la Junta general, el voto divergente en el artículo 13 de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas⁴.

Con esta Directiva se quiso facilitar y promover, en el ámbito de la Unión Europea, el ejercicio de los derechos de información y voto de los accionistas de

² MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., «El voto divergente en las sociedades de capital», en AA.VV., *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal*, Libro homenaje al profesor Rafael García-Villaverde, tomo II, Madrid, Marcial Pons, 2007, p. 968.

³ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La Propuesta de Generalización del Voto Divergente», en AA.VV., *Estudios Jurídicos en homenaje al profesor Manuel García Amigo*, vol. 2, La Ley, 2015, p. 2162.

⁴ Publicada el 14 de julio de 2007, en el Diario Oficial de la Unión Europea.

las sociedades cotizadas, de forma que tanto los inversores extranjeros como los nacionales pudieran ejercitar los derechos de socio en igualdad de condiciones.

Así, bajo la rúbrica «*Supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto*» el citado artículo 13, establece la obligación de que se permita el voto divergente en su apartado 4.º, y en el resto de apartados, dispone una serie de limitaciones al alcance de las regulaciones nacionales de este supuesto, en relación con los requisitos para la legitimación y el ejercicio del derecho de voto. La norma trataría de favorecer que el inversor final ejerza su voto a través del intermediario, bien por éste en base a las instrucciones recibidas del inversor final o bien por este último (o por un tercero designado por él) en base a una delegación de voto otorgada por el intermediario⁵. La redacción de este artículo era y sigue siendo en su versión española, debido a una incorrecta traducción⁶, del siguiente tenor literal:

«1. El presente artículo se aplicará cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica (“el cliente”).

2. Cuando la legislación aplicable supedita el ejercicio del derecho de voto de un accionista en el sentido del apartado 1 a obligaciones de información, dichas obligaciones no podrán exceder la comunicación de una lista en la que se indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las cuales se ejerce el derecho de voto en su nombre.

3. Cuando la legislación aplicable imponga requisitos formales en cuanto a la autorización de un accionista en el sentido del apartado 1 para ejercer el derecho de voto, o en cuanto a las instrucciones de voto, dichos requisitos formales no excederán de lo necesario para la identificación del cliente, o para poder verificar el contenido de las instrucciones de voto, respectivamente, y resultarán proporcionados para alcanzar dichos objetivos.

4. Un accionista en el sentido del apartado 1 estará autorizado a emitir votos de distinto signo en función de las acciones a las que estén vinculados.

5. Cuando la legislación aplicable limite el número de representantes que puede nombrar un accionista de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10, apartado 2, dicha limitación no impedirá a un accionista en el sentido del apartado 1 del presente artículo otorgar una delegación de voto a cada uno de sus clientes o a un tercero designado por un cliente»⁷.

⁵ HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., «El Voto transfronterizo mediante intermediario financiero: El artículo 524 de La Ley de Sociedades de Capital», en *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 40, ARANZADI, enero-junio 2013, pp. 263-264.

⁶ En realidad, cuando el artículo 13.1 dice «*en nombre*» debería decir, como en el resto de versiones, «*por cuenta*». Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., «Ejercicio de derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC», en *Revista del Mercado de Valores*, n.º 10, La Ley, 2012, pp. 241 y ss.

⁷ El texto transcrito se corresponde con la versión de la Directiva publicada en español en el Diario Oficial de la Unión Europea del 14 de julio de 2007, páginas 184/17 a 184/24. HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., «El Voto transfronterizo mediante intermediario financiero: El artículo 524 de La Ley de Sociedades de Capital», *op. cit.*, pp. 270-271, señala que la regulación del voto mediante interme-

La simple elaboración de esta Directiva influyó en nuestro ordenamiento jurídico en el que con ocasión de la aprobación del Código Unificado de Buen Gobierno (en adelante, CUBG) en el 2006, se permite fraccionar el voto a fin de que los intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas, pero actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos (Recomendación 6). Esta Recomendación, diseñada ante el vacío normativo de la LSA entonces vigente, ha sido bien atendida desde entonces por la gran mayoría de nuestras sociedades cotizadas, en cuyos estatutos y reglamentos se admiten y reflejan expresamente el voto fraccionado y divergente, tomando consciencia de la realidad contrastada de la diferencia existente entre el titular formal y el real. De esta forma, los intermediarios financieros que tendían a abstenerse de participar en la Junta para evitar así conflictos con sus clientes (o accionistas indirectos representados) cuyos intereses no estaban alienados empiezan a aumentar su participación en las Juntas generales de aquellas sociedades cotizadas que contemplan en sus estatutos la posibilidad de emitir votos en sentido divergente.

La transposición de la Directiva 2007/36/CE en nuestro Derecho, se lleva a cabo mediante la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la citada Directiva. Se incorpora así dicha Directiva mediante el establecimiento de un régimen especial para las sociedades cotizadas en la Ley de Sociedades de Capital (en adelante LSC)⁸, en la que se regula el funcionamiento de la Junta general de las sociedades cotizadas (Sección 2.^a del Capítulo VI del Título XIV, arts. 514 a 524).

La redacción dada entonces al artículo 524 LSC que se ocupaba de ordenar las *«Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto»*⁹, únicamente hacía referencia a la facultad de las entidades que prestaran

diario financiero contenida en el artículo 13 de la Directiva es *«incompleta y no resuelve muchos de los problemas a los que se enfrenta el inversor final a la hora de ejercer su derecho de voto transfronterizo»*. Por su parte, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F en «Participación en la Junta por medio de representante», en AA.VV. *Las reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-Ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Real Decreto-Ley 9/2012*, Cizur Menor, Aranzadi, 2012, p. 561, afirma que la Directiva *«deja bastante que desear en cuanto a los niveles de exigencia sobre una materia de tanta transcendencia»*.

⁸ El texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital fue aprobado mediante Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. BOE n.º 161, de 3 de julio de 2010. En vigor desde el 1 de septiembre de 2010.

⁹ Su redacción era del siguiente tenor: *«Artículo 524. Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto: 1. Una entidad que preste servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional, podrá ejercitar el derecho de voto en una sociedad anónima cotizada, en nombre de su cliente, persona física o jurídica, cuando éste le atribuya su representación. 2. En el supuesto que se contempla en este artículo, un intermediario financiero podrá, en nombre de sus clientes, ejercitar el voto en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubiera recibido. Para ello, tendrá que comunicar a la sociedad emisora, en los términos previstos en el apartado 4 de este artículo, el sentido en el que emitirá el voto. 3. El intermediario financiero podrá delegar el voto a un tercero designado por el cliente, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas, salvo prohibición estatutaria. 4. Los intermediarios que reciban representaciones deberán comunicar a la sociedad emisora, dentro de los siete días anteriores a la fecha prevista para la celebración de la junta, una lista en la que indiquen la identidad de cada cliente, el número de*

servicios de inversión (intermediarios financieros) de ejercitar el voto en la Junta general en nombre de sus clientes (si éstos les habían otorgado dicha representación) y, en todo caso, se les obligaba a revelar determinada información sobre los titulares últimos de dichos valores, debiendo comunicar a la sociedad emisora una lista con indicación de sus clientes, número de acciones respecto de las que ejerce el derecho de voto en su nombre, así como las instrucciones de voto que el intermediario hubiera recibido, en su caso.

El artículo 524 LSC reconoce así la legitimidad del ejercicio del derecho de voto por el «*intermediario financiero profesional*» en nombre de sus clientes de forma divergente en función de las instrucciones recibidas, y admite expresamente la licitud de delegar el voto a un tercero designado por el cliente, sin limitación del número de delegaciones otorgadas, salvo que se haya previsto una restricción en los estatutos.

El supuesto de hecho que contempla este artículo (en el que el accionista legitimado es el cliente, no el intermediario) difiere, por tanto, del realmente contemplado en el artículo 13 de la Directiva ya comentado¹⁰. La razón de ello se debería no sólo a un error en la traducción de la norma, sino al hecho de que nuestro legislador no interpretó de forma correcta el sentido de ésta. En efecto, la Directiva, al regular el supuesto de que un intermediario financiero actúe como titular fiduciario por cuenta de su cliente, lo que pretendía no era cargar con obligaciones legales a aquél, sino aligerarlas, poniendo precisamente algunos límites en los apartados 2 a 5 del citado precepto¹¹.

3. La enmienda del «error» mediante Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la LSC para la mejora de gobierno corporativo

La Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo creada¹² para proponer las iniciativas y las reformas normativas que considerasen adecuadas para

acciones respecto de las cuales ejerce el derecho de voto en su nombre, así como las instrucciones de voto que el intermediario haya recibido, en su caso».

¹⁰ En este sentido, HERNÁNDEZ PEÑASCO, R., «El Voto transfronterizo mediante intermediario financiero: El artículo 524 de La Ley de Sociedades de Capital», *op. cit.*, p. 271 afirma que la transposición a nuestro Derecho interno de la Directiva 2007/36/CE es «defectuosa, al no contemplar el mismo supuesto de hecho regulado por la norma comunitaria y exigir requisitos en materia de representación del accionista que exceden de los autorizados por el artículo 10 de la Directiva».

¹¹ Así lo apunta, PERDICES HUETOS, A. B., «Estructura del accionariado e intervención de intermediarios financieros: ejercicio del voto y otorgamiento de delegaciones de voto por parte de entidades intermediarias titulares de los registros contables (art. 524 LSC)», en AA.VV. *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones*, vol. 1, tomo I, Cizur Menor, Aranzadi, 2016, p. 806.

¹² Mediante Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, publicado por la Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo.

garantizar el buen gobierno de las empresas, y prestar apoyo y asesoramiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la modificación del CUBG de las Sociedades Cotizadas, elaboró un informe de fecha 14 de octubre de 2013, que sirvió de base en la elaboración de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la LSC¹³.

En el punto 3.6.5 del citado Informe, dedicado al «*Fraccionamiento del voto*», la Comisión de expertos, se explica cómo el artículo 13 de la Directiva 2007/36/CE, referido a la supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto, de aplicación cuando una persona física o jurídica, reconocida como accionista por la legislación a la que esté sujeta, actúe a título profesional «*en nombre de*» otra persona física o jurídica (el cliente), en realidad, el supuesto de hecho en el que está pensando la norma es el caso tan habitual en la práctica de inversores extranjeros que efectúan sus inversiones a través de una cadena de intermediarios financieros que actúan como titulares fiduciarios (*nominees*) por cuenta del inversor último (*beneficial owner*).

Ahora bien, el hecho de que la norma comunitaria establezca que cuando la legislación nacional prevea requisitos de información, estos no puedan exceder de la comunicación de una lista en la que el intermediario indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las que se ejerce el derecho de voto en su nombre, no aplica a la legislación española, según apunta la propia Comisión, ya que en aquella no existen obstáculos o requisitos especiales, de información o de otro tipo, para el ejercicio del derecho de voto por parte de intermediarios financieros que tengan formalmente la condición de accionistas, pero que actúen por cuenta de sus clientes, por lo que la Comisión considera innecesarios los actuales apartados 1 y 4 del entonces vigente artículo 524 LSC.

La Comisión concluye que la transposición de la directiva (art. 13.4) solo requiere «*que nuestro ordenamiento acepte expresamente el voto divergente (que, por lo demás, debe admitirse con carácter general en nuestro sistema) en el caso de entidades que aparezcan legitimadas como accionistas de la sociedad, pero que actúen por cuenta de distintas personas*». Ahora bien, debe precisarse que esa generalización en nuestro sistema a la que alude el informe, no se refiere a las sociedades de capital, puesto que el voto divergente se reconoce sólo para las sociedades cotizadas¹⁴.

Es con la Ley 31/2014, con la que se modifica el artículo 524 LSC en el sentido indicado por la Comisión de expertos. Se introducen así una serie de mejoras significativas relativas al funcionamiento de la Junta general de accionistas,

¹³ Esta Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, fue publicada en el BOE n.º 293, de 4 de diciembre de 2014, y entró en vigor a los veinte días desde su publicación tal y como establecía su Disposición Final Cuarta, esto es el 24 de diciembre del mismo año.

¹⁴ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La Propuesta de Generalización del Voto Divergente», *op. cit.*, p. 2172.

encaminadas a reforzar su papel y abrir cauces para fomentar la participación accionarial y frenar, entre otros, el problema del absentismo del socio en las Juntas generales, especialmente en sociedades cotizadas donde la gran variedad y diferentes tipos de perfiles de accionistas hace que sea complicado encontrar un punto de encuentro entre todos ellos¹⁵.

Concretamente, tal y como se refleja en el Apartado IV de su preámbulo: «... la reforma trata de garantizar que los accionistas se pronuncien de forma separada sobre el nombramiento, la reelección o la separación de administradores y las modificaciones estatutarias, y que puedan emitir de forma diferenciada su voto...», y para ello modifica, mediante su artículo único 37 el artículo 524 LSC bajo la rúbrica «Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias», que queda redactado como sigue:

«1. Las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero que actúen por cuenta de diversas personas, podrán en todo caso fraccionar el voto y ejercitarlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido.

2. Las entidades intermediarias a que se refiere el apartado anterior podrán delegar el voto a cada uno de los titulares indirectos o a terceros designados por estos, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas».

Como puede apreciarse de su lectura detenida, nuestro legislador ha contemplado dos posibles escenarios distintos de voto divergente. El primero en el que el propio accionista usa su derecho de voto en un sentido divergente. Su explicación radica en que el dispar ejercicio por un mismo sujeto de los derechos de voto se debe al «cumplimiento de instrucciones de voto diferente». El segundo escenario sería aquél en el que el voto divergente se canaliza a través de una especial representación o delegación. Esta delegación puede ser a favor de los accionistas indirectos como a favor de terceros designados por éstos, y, en todo caso, se entiende que operará sólo para el ejercicio del voto en relación con el asunto en el que se haya puesto de manifiesto el criterio divergente entre dos o más accionistas indirectos. Con esta nueva redacción se elimina la posibilidad de limitación de la delegación múltiple en vía estatutaria¹⁶.

¹⁵ A modo de ejemplo, ZUBIRI DE SALINAS, M., «La junta general de las sociedades capitalistas tras la modificación de la LSC por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre: convocatoria, celebración y adopción de acuerdos», en AA.VV. *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, vol. 2 n.º 4/2015, Aranzadi, pp. 31 y ss., entre esa variedad de accionistas apunta al pequeño inversor o consumidor de productos financieros, al accionista minoritario con mayor capacidad de recursos y de intereses pero que sólo no puede influir en la marcha de la sociedad y en los acuerdos de la junta, y a los inversores institucionales, cuya implicación en la vida societaria es así mismo en función de la inversión efectuada y que también, en buena medida, pueden tener problemas semejantes a los de los pequeños accionistas a la hora de acudir a las juntas generales de las sociedades.

¹⁶ Señala GONZÁLEZ ARAÑA, M., «Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias», en AA.VV. *Comentario Práctico a la Nueva Normativa de Gobierno Corporativo Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Estudios Mercantiles n.º3, ARIAS

Debe apuntarse que el supuesto regulado en el artículo 524 LSC difiere del contemplado en el artículo 522.4 del mismo texto legal. En efecto, un supuesto distinto al que aquí se analiza es aquél en el que el accionista y representante que asiste a la Junta general, ejerce votos propios y ajenos, de forma que vota a favor de un acuerdo en su propio nombre y asimismo vota en sentido opuesto en cumplimiento de las instrucciones recibidas. En este supuesto del artículo 522.4 LSC, estaríamos ante el voto correspondiente a distintos accionistas que, a pesar de compartir una misma representación, discrepan en cuanto al asunto sometido a votación en la Junta general, mientras que en el supuesto del 524 LSC es el mismo accionista el que ejerce su derecho de voto en sentido divergente¹⁷.

Con la nueva redacción dada por la Ley 31/2014 al artículo 524 LSC queda claro que aquellas entidades que actúen por cuenta de diversos socios podrán fraccionar y delegar el voto. Se eliminan al respecto barreras o requisitos especiales de información, dejando como único requisito que se acepte de forma expresa el voto divergente en los casos de entidades que aparezcan legitimadas como accionistas de la sociedad pero que actúen por cuenta de distintas personas¹⁸. Sin embargo, tal y como ha sido advertido por algún autor¹⁹, la reforma no parece haber resuelto el problema del voto divergente en su integridad, pues el texto legal parece requerir las instrucciones previas del cliente, sin resolver el escenario alternativo de la posibilidad de emisión de votos en sentidos distintos, aun en ausencia de instrucciones, que es el escenario específico del voto divergente.

Con esta modificación del precepto hemos asistido a una generalización de una posibilidad que hasta ahora estaba reservada a los intermediarios financieros, desapareciendo así, como protagonista del voto divergente, el «*intermediario financiero profesional*» y la relación entre ese intermediario y sus «*clientes*» y sustituyéndose por la que mantienen «*entidades*» (no unipersonales) que son accionistas de una sociedad cotizada y sus socios. En efecto, ya no sólo los intermediarios financieros o instituciones de inversión colectiva que actúan por cuenta de sus clientes, sino también cualquier sociedad constituida al efecto, esto es como mero vehículo a través del que ostentar una participación en el capital social de una cotizada,

VARONA y RECALDE CASTELLS (coords.), Madrid, Dykinson, 2015 p. 160, que con esta nueva redacción se restituye al accionista los derechos políticos cedidos a la entidad intermediaria mediante la representación en sentido descendente, lo que supone una excepción a la consideración de los accionistas formales que conforme al artículo 11 LMV están legitimados para ejercer los derechos políticos.

¹⁷ Vid. ARIAS VARONA, J., «Sociedades de Capital (X): Las Sociedades Cotizadas», en AA.VV. *Derecho de Sociedades*, ALONSO LEDESMA (dir.), Barcelona, Atelier, 2015, p. 406.

¹⁸ Para MATEU DE ROS CEREZO, R., «*Práctica de Gobierno Corporativo: La Reforma de la Ley de Sociedades de Capital y del Código de Buen Gobierno*», Cizur Menor, Aranzadi, 2015, p. 110, el artículo 524 es una norma prácticamente vacía que no consigue, en absoluto, proteger los derechos políticos de los accionistas verdaderos o beneficiarios efectivos de las acciones. Recuerda que a pesar del artículo 524 LSC, las sociedades pueden establecer en sus reglas y políticas internas filtros que acrediten la representatividad de estos accionistas formales, incluso restringir el ejercicio de sus derechos de voto y representación sino acreditan haber observado una serie de garantías mínimas.

¹⁹ ARIAS VARONA, J.: «Sociedades de Capital (X): Las Sociedades Cotizadas», *op. cit.*, p. 407.

puede fraccionar y delegar su voto. También una sociedad limitada puede encuadrarse en esa definición de entidad intermediaria siempre que quede acreditado que actúa por cuenta de diversas personas²⁰.

Por otra parte, aunque la norma no lo exige, lo habitual será que la condición de entidad intermediaria sea declarada en la fase previa a la Junta y reconocida por la propia sociedad. El reconocimiento de la aptitud de ese accionista intermediario se materializará en el propio acto de la Junta general. Será durante su desarrollo cuando el fraccionamiento del voto se hará posible como presupuesto para que una misma participación en el capital social permita a su titular ejercer el derecho de voto de forma divergente en relación con el concreto acuerdo sometido a votación en dicha Junta²¹.

III. La falta de regulación expresa del voto divergente en la Ley Concursal: supuestos que justificarían plenamente su admisibilidad

Es principio general que los acreedores que figuren en la relación de incluidos del texto definitivo de la lista tienen derecho de asistencia a la junta de acreedores (art. 118.1 LC), pero no todos los acreedores con derecho de asistencia tienen derecho de voto. Como es sabido, los acreedores subordinados carecen de derecho de voto conforme dispone el artículo 122 LC, por lo que no podrían votar la propuesta de convenio a pesar de que quedarían vinculados por aquél en caso de que finalmente fuera aprobado. No obstante, debe tenerse en cuenta que la carencia del derecho de voto en la Junta de acreedores se vincula en el artículo 122 LC a determinados créditos y no a los acreedores²².

Estos acreedores con derecho de asistencia pueden ejercitarlo personalmente o por delegación. Si bien la Ley Concursal no contempla expresamente la posibilidad de representación parcial (un acreedor titular de varios créditos acude personalmente a la Junta con alguno de ellos, mientras que con el resto asiste un representante) ni la representación múltiple (un acreedor designa a varios representantes para que acudan a la junta representando créditos diferentes) no existen mayores inconvenientes entre la doctrina²³ para admitir ambas prácticas, que en sí

²⁰ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La Propuesta de Generalización del Voto Divergente» *op. cit.*, p. 2171.

²¹ Afirma SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La Propuesta de Generalización del Voto Divergente» *op. cit.*, p. 2177, que la admisión del fraccionamiento del voto se produce como presupuesto de un voto divergente, como solución que trata de adaptar el derecho de voto a la propia titularidad real o final de la participación, pero su justificación desaparece allí donde no se dan instrucciones distintas, esto es, allí donde los accionistas comparten una misma instrucción, el voto es único.

²² QUIJANO GONZÁLEZ, J. «Comentario al artículo 122. Acreedores sin derecho a voto», en AA.VV. *Comentarios a la legislación concursal*. Tomo II. PULGAR EZQUERRA/ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ALCOVER GARAU (dirs.), Madrid, Dykinson, S. L., 2004, p. 1165.

²³ Admiten ambas formas de representación, Jorge Tomillo/Vicente GOZALO: «Comentario al artículo 118 de la Ley Concursal», en AA.VV. *Comentario de la Ley Concursal*, tomo II, ROJO/BELTRÁN

mismas no resultan ilícitas y que no afectan a la consecución de las mayorías necesarias para la aceptación del convenio, basadas en la cuantía del pasivo y no en el número de votos.

La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, no contempla en su articulado la posibilidad de que un mismo acreedor titular de varios créditos ordinarios pueda abstenerse o votar en sentido diferente con cada uno de ellos. El hecho de que el artículo 121.4 LC disponga que la votación será nominal y por llamamiento de los acreedores asistentes con derecho a voto, es consecuente con que, para que se entienda aceptada una propuesta de convenio, deba obtenerse la mayoría no de número de votos, sino de pasivo ordinario y descartaría la posibilidad de que un mismo acreedor pudiera votar de modo diferente por los distintos créditos ordinarios de los que fuera titular. De ahí que una parte de la Doctrina considere que no cabe dividir el sentido del voto respecto de un mismo crédito, y que el voto ha de considerarse único respecto de los distintos créditos ordinarios de que el votante fuera titular²⁴.

No obstante lo anterior existirían algunos supuestos en los que una eventual admisibilidad del voto divergente en sede concursal parecería encontrar plena justificación.

Así sucedería, por ejemplo, en el concurso de acreedores de una sociedad cotizada, en el que una entidad intermediaria (accionista y acreedora de la sociedad cotizada al mismo tiempo) asistiera a la Junta de acreedores por cuenta de sus clientes cuyos créditos habrían sido calificados por la Administración Concursal y admitidos en la lista definitiva con la calificación de créditos ordinarios por no alcanzar el porcentaje del 5% del capital social de la concursada, establecido en el artículo 93.2.1.º, en relación con el artículo 92 de la Ley Concursal para ser calificados como subordinados. El problema que aquí se plantea radica en determinar si la entidad intermediaria que asiste a la Junta de acreedores señalada para llevarse a cabo la votación del convenio propuesto, podría por cuenta de sus clientes cuyos créditos hubieran sido calificados todos ellos como ordinarios, votar en *cumplimiento de sus respectivas instrucciones* en un sentido divergente, de forma que

(dirs.), Madrid, Civitas, 2004, pp. 2067-2068, y GUTIÉRREZ GILSANZ, A., *El Convenio Concursal*, Madrid, La Ley, 2015, p. 189.

²⁴ Vid. ALONSO LEDESMA, C., «Comentario al artículo 121. Deliberación y Votación», en AA. VV., *Comentarios a la legislación concursal*. Tomo III. SÁNCHEZ CALERO/GUILARTE GUTIÉRREZ (dirs.), Valladolid, Lex Nova, 2.004, p. 2334. Por su parte, GUTIÉRREZ GILSANZ, A., «El convenio como solución del concurso», en AA. VV. *El Concurso de Acreedores. Adaptado a la Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal*. Pulgar Ezquerro (dir.), Madrid, La Ley, 2012, p. 411. Este mismo autor, en *El Convenio Concursal*, op. cit., p. 189 considera en contra del sentido jurídico que dada la naturaleza negocial del convenio una misma persona preste su consentimiento y se oponga a la aceptación a la vez, esto es que esa voluntad pueda adoptar sentidos diversos al mismo tiempo. También GARROTE FERNÁNDEZ-DÍEZ, I. «Comentario al artículo 121. Deliberación y Votación», en AA. VV., *Comentarios a la Ley Concursal*. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO (dir.), volumen II, Madrid, 2004, pp. 1320-1324.

con respecto a unos determinados créditos ordinarios votaría a favor del convenio y con respecto a otros créditos, también ordinarios, votaría en contra del convenio.

Supuesto distinto sería aquél en el que esa misma entidad intermediaria hubiera sido incluida en la lista definitiva de acreedores como titular de un crédito subordinado (por cuenta de sus clientes / accionistas / inversores finales), por superar el porcentaje referido, pues en este concreto caso aunque la entidad intermediaria podría asistir a la Junta de acreedores no podría, en cambio, votar el convenio propuesto.

Asimismo, en caso de un acreedor persona física podría estar igualmente justificada la posibilidad de que emitiera un voto en sentido divergente cuando ese acreedor representara acciones ajenas pertenecientes a diversos socios. Pero también un único acreedor titular de diferentes créditos ordinarios, podría tener un interés legítimo y lícito en querer votar a favor del convenio únicamente respecto de aquellos créditos ordinarios que no contasen con una garantía personal y abstenerse o votar en contra respecto del resto de créditos ordinarios de los que resulte asimismo titular pero que cuenten con una garantía personal. Pensemos por ejemplo en que las partes hubiesen acordado en el contrato de garantía, que las eventuales quitas y esperas contenidas en una propuesta de convenio que pudiera resultar aprobada en sede concursal, alcanzarían a la propia garantía, de forma que dichas quitas y esperas se harían extensibles de igual modo a la propia garantía (art. 135 LC). En estos casos, es clara la diversidad de intereses en un mismo sujeto, con relación a sus distintos créditos.

Como acertadamente ha sido advertido por algún autor²⁵, no se encuentran argumentos decisivos para impedir que al emitir el voto, el titular de varios créditos ordinarios manifieste que vota a favor con algunos de ellos, se abstiene con otros y, en fin, vota en contra con los restantes. Tampoco la LC exige expresamente el voto homogéneo.

Debe tenerse en cuenta que nuestro legislador sí habría admitido que un mismo acreedor titular al tiempo de créditos privilegiados y de créditos ordinarios, podría tener un interés lícito y legítimo para votar a favor de la propuesta de convenio sometida a votación en la Junta de acreedores únicamente respecto de sus créditos ordinarios y abstenerse respecto de sus créditos privilegiados (art. 123.3 LC). Pero también podría suceder que ese acreedor titular de un crédito ordinario y simultáneamente de un crédito privilegiado tuviera un interés legítimo y lícito en querer votar a favor del convenio únicamente respecto de su crédito privilegiado y no respecto de su crédito ordinario, supuesto éste no contemplado expresamente en la norma. La divergencia de voto puede ser interesante también en aquellos casos en los que el acreedor sea titular de créditos de distinta naturaleza, para

²⁵ Sobre la posibilidad del llamado Voto divergente, *Vid.* Jorge TOMILLO/Vicente GOZALO, «Comentario al artículo 121. Deliberación y Votación», en AA.VV. *Comentario de la Ley concursal*, Tomo II, ROJO/BELTRÁN (dirs.), Madrid, Civitas, 2004, pp. 2094-2095.

asegurar por ejemplo el sometimiento de los privilegiados, manteniendo el derecho de abstención respecto de los créditos ordinarios que ostentase ese mismo acreedor.

El mismo interés lícito y legítimo podría tener el acreedor titular de varios créditos de idéntica clase para querer ejercer el derecho de voto de forma divergente, manifestándose a favor del convenio con unos créditos y en contra con otros. Si bien, como decimos, nuestro legislador no habría contemplado expresamente esta posibilidad, no parecería concurrir ninguna razón de peso para negarla en la medida en que por sí misma no constituye una práctica ilícita, ya que para que se entienda aceptada una propuesta de convenio, debe obtenerse una mayoría que varía según el contenido de la propuesta, no de número de votos, sino de pasivo ordinario, o del pasivo, sin más precisión para los convenios poco gravosos (arts. 124 y 125 LC). De esta forma la mayoría sólo se mide en términos cuantitativos o económicos y no personales. Es indiferente el número de acreedores que reúnan esa mayoría pues la LC no exige un componente de mayoría personal, ni sobre total de acreedores ni sobre acreedores concurrentes a la Junta, para formar la mayoría de aceptación de una propuesta²⁶.

Por tanto, dado que la mayoría no se computa por cabezas, sino por pasivo como acabamos de exponer (del mismo modo que, en las sociedades de capital, el voto se computa por capital y no por socio), no se encuentran argumentos de fondo para negar la posibilidad de votar en diferentes sentidos cuando el crédito justifica unos intereses diversos.

Por otra parte, la redacción del artículo 103.3 LC que prevé que la adhesión a la propuesta de convenio «*expresará la cuantía del crédito o de los créditos de que fuera titular el acreedor, así como su clase,...*» permitiría, entender que el acreedor no tiene por qué expresar el crédito o créditos de que sea titular, sino el crédito o créditos con los que se adhiere a la propuesta. La adhesión sólo se tendrá por realizada respecto de los créditos con los que expresamente se adhiriera el acreedor a la propuesta, por lo que bajo esta línea de interpretación del artículo 103.3 LC, podría plantearse que un acreedor titular de varios créditos ordinarios se adhiriese a la propuesta de convenio únicamente con respecto a alguno de ellos. Pues bien, la *identidad de razón* existente entre el ejercicio del derecho de voto en Junta de acreedores y el ejercicio del derecho de adhesión a la propuesta de convenio antes de la Junta (art. 4.1 CC) permitiría que en sede de votación, un acreedor pudiera, de igual manera expresar con qué cuantía de su crédito ordinario vota a favor de la propuesta de convenio, lo que implícitamente supondría reconocer la posibilidad de que ese mismo acreedor votase en contra o simplemente no votase por otra cuantía²⁷.

²⁶ QUIJANO GONZÁLEZ, J. «Comentario al artículo 124. Mayorías necesarias para la aceptación de propuestas de convenio», en AA.VV. *Comentarios a la legislación concursal*. Tomo II. PULGAR EZQUERRA/ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ALCOVER GARAU (dirs.), Madrid, Dykinson, S.L., 2004, p. 1175.

²⁷ Vid. ROJO, A., «Comentario al artículo 13. Adhesiones a la propuesta de convenio», en AA.VV., *Comentario de la Ley concursal*, tomo II, ROJO/BELTRÁN (dirs.), Madrid, Civitas, 2004, pp. 1920 y ss.

Además, debe considerarse que la admisibilidad del voto divergente de un mismo acreedor ordinario en los términos expuestos, revitalizaría, en mayor o menor medida, el papel de la Junta de acreedores y podría contribuir, en su caso, a la posibilidad real y efectiva de que se aprobase un convenio en sede concursal y por tanto a la continuidad de la actividad empresarial de la concursada, lo cual debe valorarse en su justa medida.

No se nos escapa la dificultad práctica de lo aquí expuesto, ni los problemas que esta cuestión plantearía, en relación con el ejercicio de otros derechos del acreedor que dependen de cómo éste haya ejercitado su derecho de voto en la Junta de acreedores. Los problemas más interesantes se plantearían, por ejemplo, en relación con el derecho a formular oposición a la aprobación judicial del convenio en los términos del artículo 128.1 II LC que legitima, entre otros, a los acreedores que hubieran votado en contra de la propuesta de convenio aceptada por mayoría, para formular dicha oposición.

Ante una eventual admisibilidad del voto divergente en sede concursal, el debate surgiría entorno a si un mismo acreedor titular de varios créditos ordinarios que hubiese votado en sentido divergente (a favor de la propuesta de convenio con unos créditos y con otros en contra), estaría o no legitimado, conforme lo dispuesto en el citado artículo 128 LC, para oponerse a la aprobación del convenio. Algún autor partidario de admitir el voto divergente en sede concursal, habría entendido que aunque el acreedor haya votado en contra con algunos créditos, el voto favorable con otros le privaría de legitimación para oponerse a la aprobación del convenio²⁸.

IV. Conclusión

La LSC contempla expresamente en sociedades cotizadas la posibilidad de que una entidad que actúa por cuenta de diversos accionistas, entendida ésta en su sentido más amplio, esto es, como mero vehículo a través del que ostentar una participación en el capital social de una sociedad cotizada, pueda fraccionar y votar, respecto de cada votación sometida a la Junta general, en sentido divergente en cumplimiento de las instrucciones recibidas de sus clientes o inversores finales. Sin embargo, nuestro legislador no ha contemplado, al menos de forma expresa,

MARTÍNEZ CAÑELLAS, A. QUIJANO GONZÁLEZ, J. «Comentario al artículo 103. Adhesiones a la propuesta de convenio», en AA.VV., *Comentarios a la legislación concursal*. Tomo II. PULGAR EZQUERRA/ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ALCOVER GARAU (dirs.), Madrid, Dykinson, S.L., 2.004, p. 1054 y ss, admite la equiparación material de la adhesión del acreedor al voto favorable a la propuesta de convenio aunque no con carácter absoluto toda vez que la adhesión se realiza por escrito mientras que el voto es oral y porque el acreedor adherido, que ha manifestado su voluntad de aceptar la propuesta, puede revocarla. Por esta misma equiparación del voto y la adhesión, los acreedores subordinados, privados del derecho de voto, deben entenderse privados del derecho de adhesión.

²⁸ Jorge TOMILLO/Vicente GOZALO, «Comentario al artículo 121. Deliberación y Votación», *op. cit.*, pp. 2094-2095.

esta posibilidad de votar en sentido divergente en sede concursal. En esta aproximación realizada, se ha visto la conveniencia de plantearse la posibilidad de extrapolar las conclusiones ya alcanzadas en nuestro Derecho de sociedades de capital a nuestro Derecho concursal, de forma que ambas ramas del Derecho caminen en la misma dirección. Así, debiera poder adaptarse el régimen del voto divergente previsto para las sociedades cotizadas al procedimiento concursal, al margen claro está de las dificultades que seguro hubiera que hacer frente en tan ardua tarea.